

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**

**TIAGO CLAUDINO BARBOSA**

**A ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL:  
ANALISE DO CASO DA POSITIVO INFORMÁTICA**

**CURITIBA  
2014**

TIAGO CLAUDINO BARBOSA

A ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL:  
ANÁLISE DO CASO DA POSITIVO INFORMÁTICA

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de ciências sociais aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira.

CURITIBA  
2014

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

TIAGO CLAUDINO BARBOSA

### **A ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: ANÁLISE DO CASO DA POSITIVO INFORMÁTICA**

Monografia aprovada como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira  
Departamento de Economia, UFPR.

Prof. Dr<sup>a</sup>. Denise Maria Maia  
Departamento de Economia, UFPR.

Prof. Msc. Emerson Leonardo Schmidt Iaskio  
Departamento de Economia, UFPR.

Curitiba, 2 de dezembro de 2014.

## **AGRADECIMENTOS**

À minha família, especialmente minha mãe, que sempre me incentivou a seguir nos estudos, me apoiando de todas as maneiras possíveis e me ensinando as coisas mais importantes que sei.

Ao meu professor e orientador José Guilherme Silva Vieira, pelos ensinamentos, direcionamentos e ideias.

À todos meus amigos de graduação, com suas ideias e personalidades me influenciaram muito e me fizeram ver que as amizades nos moldam.

À todo o corpo docente e funcionários da UFPR, que com seu trabalho me permitiram seguir meu curso.

Aos professores que aceitaram fazer parte de minha banca, Emerson Leonardo Schmidt Iaskio e Denise Maria Maia, agradeço pela disponibilidade.

Ao meu amigo Juarez, por toda sua compreensão e ajuda em momentos importantes da minha vida.

## **RESUMO**

A abertura de capital vem se destacando como uma das alternativas de financiamento das empresas no mundo. Contudo, ela está sujeita a muitos problemas e custos, tais como o alto custo de abertura e as exigências regulatórias rígidas, o que não a torna uma alternativa facilmente adotada. O objetivo desse trabalho foi avaliar as vantagens e desvantagens desse meio de financiamento e o processo que deve ser percorrido pelas empresas ao decidirem por ele. A análise foi feita através de revisão de literatura e aplicação ao caso de abertura de capital da empresa Positivo Informática, localizada em Curitiba, Brasil. Ao analisar essa empresa, se constata que apesar de o processo e o fase inicial pós-abertura terem sido bem sucedidos, o desempenho mais a longo prazo da empresa, expresso por sua cotação no mercado de ações, foi insatisfatório devido a queda na lucratividade da empresa, às mudanças no mercado de produtos informáticos e a baixa liquidez das ações da empresa.

Palavras-chave: Abertura de capital. Vantagens e desvantagens. Processo de abertura.

## **ABSTRACT**

The IPO has emerged as one of the alternatives of financing for companies in the world. However, it is subject to many problems and costs, such as the high cost of opening and the strict regulatory requirements, which makes it not an easily adopted alternative. The aim of this study was to evaluate the advantages and disadvantages of this form of financing and the process that must be taken by the companies that decide for it. The analysis was done through literature review and application to the case of the IPO of the company Positivo Informática, located in Curitiba, Brazil. By analyzing this company, it appears that although the process and the initial post-opening had been successful, the long-term performance of the company, expressed by its stock price in the market, has been unsatisfactory due to the fall in profitability of the company, changes in the computer products market and the low liquidity of the company shares.

Key words: IPO. IPO advantages and disadvantages. IPO process.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 -	FONTES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS.....	15
GRÁFICO 2 -	VENDAS TOTAIS DO SETOR DE COMPUTADORES.....	39
GRÁFICO 3 -	MARKET-SHARE 2005.....	39
GRÁFICO 4 -	MARKET-SHARE 2006.....	40
GRÁFICO 5 -	INDICADORES DE RESULTADO.....	40
GRÁFICO 6 -	VOLUME DE VENDAS DA POSITIVO INFORMÁTICA.....	41
GRÁFICO 7 -	COMPOSIÇÃO DO ATIVO PRÉ-ABERTURA.....	41
GRÁFICO 8 -	COMPOSIÇÃO DO PASSIVO PRÉ-ABERTURA.....	42
GRÁFICO 9 -	VENDAS DO SETOR NO PERÍODO APÓS A ABERTURA.....	43
GRÁFICO 10 -	MARKET-SHARES DA POSITIVO INFORMÁTICA.....	44
GRÁFICO 11 -	PREÇO MÉDIO DESKTOPS NO BRASIL .....	44
GRÁFICO 12 -	PREÇO MÉDIO NOTEBOOKS NO BRASIL.....	44
GRÁFICO 13 -	INDICADORES DE RESULTADO APÓS A ABERTURA.....	45
GRÁFICO 14 -	MARGENS BRUTA E LÍQUIDA APÓS A ABERTURA.....	46
GRÁFICO 15 -	PREÇO MÉDIO DIÁRIO DAS AÇÕES.....	46
GRÁFICO 16 -	INDICADORES DAS AÇÕES DA EMPRESA.....	47

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>09</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>11</b>
2.1 O MERCADO FINANCEIRO.....	11
2.2 O MERCADO DE AÇÕES.....	15
2.3 PREÇO E CONDIÇÕES DE LANÇAMENTO.....	18
2.4 VANTAGENS E DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL.....	21
<b>3 O PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL.....</b>	<b>26</b>
<b>4 ANÁLISE DA ABERTURA DE CAPITAL DO GRUPO POSITIVO.....</b>	<b>31</b>
4.1 A POSITIVO INFORMÁTICA.....	31
4.2 O SETOR E A EMPRESA NO PERÍODO DA ABERTURA.....	33
4.3 O PROCESSO DE ABERTURA.....	35
4.4 ANÁLISE DOS FUNDAMENTOS NO PERÍODO ANTERIOR À , ABERTURA.....	38
4.5 EMPRESA E SETOR APÓS A ABERTURA.....	42
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>48</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>50</b>





## 1 INTRODUÇÃO

No processo de crescimento de uma empresa, no qual ela tem que desenvolver novos produtos e estratégias e investir em projetos, a decisão de financiamento, ou seja, de qual fonte usará recursos dados os custos e riscos de cada alternativa, deverá ser bem pensada, ainda mais em mundo globalizado e dinâmico, onde as condições dos mercados e das economias mudam constantemente.

Uma das opções de financiamento é a abertura de capital, Assaf Neto (2003) diz que no mercado primário há canalização direta de fundos dos poupadores para o financiamento da empresa por meio da colocação inicial das ações. Os recursos obtidos por essa opção são de longo prazo e de retorno flexível, condicionados ao desempenho e a política de dividendos da empresa.

O mercado de capitais é um mercado de prazos médios ou longos e de financiamento direto, com ligação direta entre poupadores e investidores, sem intermediação, seus títulos mais proeminentes são as ações e as debêntures. No Brasil, apesar da maior abertura financeira, estabilidade macroeconômica, modernidade operacional da bolsa e do crescimento da indústria de fundos, os mercados de capitais, incluindo o acionário, ainda não são tão significativos.

Segundo Cavalcante et al (2009) as bolsas de valores tem por objetivo a manutenção de local adequado para a transação de títulos, em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado, inclusive por autoridades monetárias como a CVM, além de propiciar liquidez pelo mercado secundário e preço de referência para os ativos negociados através de pregões diários.

De acordo com o mesmo, a abertura de capital, também conhecida como *Initial Public Offering* (IPO) é feita por uma instituição financeira especializada, chamada *underwriter*, que prepara documentação técnica e legal. O processo em si é bastante exigente em termos legais e pode levar vários anos para ser concluído, sendo uma alternativa sofisticada de financiamento, exigindo empresas modernas e investidores com capacidade de analisar informações econômicas e financeiras. Tende a aumentar de importância na estrutura de financiamento de uma economia à medida que a mesma fica mais desenvolvida e moderna.

O presente trabalho visa analisar o mercado de ações em geral, especialmente o processo e as implicações da abertura de capital, finalizando com um estudo de caso sobre a empresa Positivo Informática, analisando seu histórico, seu setor de atuação, sua decisão e processo de abertura e os resultados posteriores, refletidos nas ações atualmente.

A empresa Positivo Informática foi escolhida por se tratar de uma empresa conhecida, líder no ramo de venda de computadores e por sediada na cidade de Curitiba, além disso, a empresa é conhecida por não ter tido grande sucesso no mercado acionário no longo prazo. A abertura de capital ocorreu oficialmente no final de 2006, contudo o processo teve início muito antes e exigiu grandes transformações na empresa.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O objetivo deste capítulo é fazer uma introdução ao sistema financeiro, falando sobre as opções e a decisão de financiamento de uma empresa, com destaque para o financiamento por abertura de capital, sobre este falaremos de suas vantagens e desvantagens, sobre as etapas do processo e sobre a capacidade de captação, refletida no preço inicial, e sobre as condições do lançamento, ambas possuem uma série de fatores intervenientes que serão explicados.

### 2.1 O MERCADO FINANCEIRO

Segundo Assaf Neto (2003), o mercado financeiro tem o papel de conectar indivíduos poupadores, que consomem menos do que ganham e querem aplicar esses recursos para recebê-los no futuro com remuneração, com o lado da demanda, representado por indivíduos que querem gastar mais hoje do que ganham, seja antecipando o consumo de algum bem, seja investindo em algum projeto. Esse mercado conecta esses dois grupos, tendo um papel importante no direcionamento dos recursos produtivos da economia.

O financiamento pode ser de dois tipos: financiamento indireto e direto. No primeiro os recursos são captados por alguma instituição, chamada intermediário financeiro, que os remunera, analisa o crédito dos emprestadores e concedendo segundo seus parâmetros, um importante aspecto é que essa instituição deve se especializar na análise das informações dos clientes, das condições dos mercados e no monitoramento pós-empréstimos, garantindo assim o seu adimplemento, assumindo os riscos, caso ela seja um banco, caso ela seja um fundo mútuo, seus administradores devem estudar as condições dos mercados buscando a melhor rentabilidade, contudo o risco é carregado por seus cotistas. No financiamento direto não há esse elo, a oferta e demanda por fundos se encontra diretamente, dispensa-se o intermediário, com o investidor assumindo a análise das informações e do risco.

O mercado financeiro se divide segundo Assaf Neto (2003) em quatro segmentos: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de capitais e mercado cambial.

O mercado monetário é um mercado voltado para liquidez, é de curtíssimo e curto prazo, até um ano. Muitas das operações são lastreadas em títulos públicos ou garantias reais, envolve o open market, mercado no qual o BACEN atua regulando a oferta de moeda na economia, o mercado de notas promissórias emitidas por empresas para financiar seu capital de giro e outros.

O mercado de crédito é de prazos curtos e médios, tipicamente operado por instituições financeiras como bancos comerciais e múltiplos, incluindo também as financeiras responsáveis pelo crédito de consumo, há uma grande variedade de linhas de crédito que variam em prazos, garantias, usos, etc. Uma parte importante desse mercado é o segmento de serviços bancários, que apesar de não serem concessões de crédito, facilitam as transações entre agentes na economia.

O mercado de capitais é de financiamento direto, voltado para médio e longo prazo, sendo muito importante para o desenvolvimento de um país ao financiar investimentos com longa maturidade, corresponde basicamente ao mercado de debêntures, títulos de médio e longo prazo emitido diretamente por empresas e mercado de ações, no qual as empresas captam recursos não exigíveis e adquirem novos sócios no mercado primário.

O mercado cambial é o de operações de compra e venda de moedas internacionais conversíveis, reúne agentes que tenham motivos para transacionar com o exterior.

Esses segmentos são completados pelo subsistema normativo para formar o Sistema Financeiro Nacional (SFN). Esse subsistema, segundo o autor, é responsável pelas diretrizes de atuação das instituições financeiras e pelo controle do mercado, sendo elas: o Conselho Monetário Nacional – CMN, o Banco Central do Brasil – BACEN e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, há também algumas outras, mas mais voltadas para o direcionamento de recursos como o Banco do Brasil - BB, a Caixa Econômica Federal - CEF e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, não possuindo papel regulatório.

O CMN é o maior órgão normativo, não tendo funções executivas, estabelece diretrizes e limites para os outros órgãos reguladores e para as instituições financeiras, possui comissões consultivas para tratar de assuntos específicos na

área financeira. O BACEN é o principal executor das políticas traçadas pelo CMN, fiscaliza e pode intervir nas instituições, regula o mercado em termos de entrada, fusões e outros, atua como banco dos bancos, executa a política monetária, controla a entrada de capitais e depósitos compulsórios e atua no open market. A CVM é uma autarquia do Ministério da Fazenda, responsável pelo controle e normatização do mercado de valores mobiliários, que compreende notas promissórias, títulos, debêntures, ações e outros instrumentos, garante o desenvolvimento do mercado e a adequação das práticas dos agentes.

O mercado de ações é do tipo financiamento direto, apesar de haver a figura da corretora, seu papel é meramente operacional ao realizar as transações, os correntistas é que devem analisar as informações e correr os riscos, mesmo no caso de fundos mútuos, onde as operações são recomendadas por gerentes, o ônus em caso de perda pertence ao correntista, apesar da análise das informações ser feita pelos gerentes. Há mercados de balcão, onde a negociação é feita caso a caso diretamente entre os envolvidos, e os de bolsa, com títulos padronizados, e transações impessoais, feitas via mercado que correspondem à maioria das operações atualmente.

Mishkin (2000) ao fazer uma análise econômica da estrutura de financiamento da economia americana, constata alguns fatos interessantes, tais como: ações corresponderam a só 2,1% do volume de financiamento externo das empresas americanas entre 1970 a 1985, que títulos negociáveis diretos, como debêntures, apesar de serem bem mais importantes que ações, só representavam 29,8% do volume no período, sendo essa modalidade disponível somente para empresas grandes e bem-estabelecidas, que os bancos são a maior fonte de recursos externos e que o sistema financeiro é um dos setores mais regulados da economia.

O autor argumenta que o financiamento indireto é predominante devido ao fato de este possuir economias de escala nas transações ao juntar recursos de vários investidores individuais, possuir recursos humanos especializados para realizar suas operações, permitir maior diversificação e adquirir especialização na produção e análise de informações sobre seus clientes, evitando os problemas de seleção adversa, ao selecionar os piores clientes em termos de capacidade de pagamento e risco moral, o uso indevido do recurso após o empréstimo ter sido feito.

No caso de um banco comercial, responsável por 61,9% do volume de financiamento do período segundo o autor, há economias de escala nas transações, pois são produzidos contratos padronizados de empréstimo que podem ser usados em várias operações. Além de o banco possuir pessoal qualificado para acompanhar a situação dos mercados, produzir relatórios e fazer análises de crédito, com isso, uma das funções do banco é se especializar na produção e julgamento de informações sobre seus clientes, evitando emprestar para indivíduos de alto risco e acompanhando o uso dos recursos após o empréstimo.

O financiamento direto só se torna viável para empresas maiores e estabelecidas, pois essas podem pagar firmas de renome especializadas na produção de informações financeiras, ajudando possíveis investidores a decidir se alocam seus recursos na empresa ou não. Essa análise geralmente é paga pela própria empresa e não pelos investidores individuais, pois se assim o fosse, abriria espaço para comportamento *free rider* (carona), no qual uma parte arca com os custos de uma ação, no caso a obtenção e análise de informações de uma firma, e outra toma carona ao seguir o comportamento da que pagou, mas sem contribuir. Esse fato faz as empresas maiores terem acesso ao mercado monetário e de capitais a custos menores que os que teriam usando financiamento bancário.

No Brasil, segundo reportagem da Cucolo (2014), a fonte de financiamento externo predominante é a de crédito bancário livre, a mesma reportagem analisa as mudanças na estrutura de financiamento brasileira entre 2008 e 2014, no gráfico 1 abaixo, podemos ver que o mercado de capitais, representado por ações e debêntures, responde por somente 10% do financiamento empresarial em 2010.

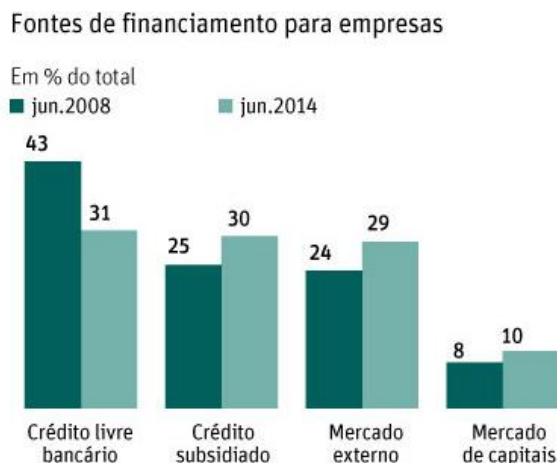


GRÁFICO 1 – FONTES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS  
 FONTE: CUCOLO (2014).

A empresa, ao confrontar os custos e benefícios de incorrer ao financiamento com terceiros, seja por meio de títulos vendidos direto ao público, seja através de bancos, com a opção de abrir seu capital através da sua Oferta Pública Inicial (IPO), pode decidir por essa oferta inicial. Após isso, as vendas secundárias não rendem nada a empresa, elas são transações entre acionistas.

## 2.2 O MERCADO DE AÇÕES

Segundo informações do site Portal do Investidor (2014), antes da década de 1960, os brasileiros investiam principalmente em imóveis pela não existência de um mercado de capitais organizado, pelo ambiente de inflação crescente e pela Lei da Usura, que limitava os juros a no máximo 12% ao ano.

A situação começou a mudar com a mudança de governo em abril de 1964, quando foram instituídas leis para a introdução da correção monetária pela criação da ORTN, uma lei que reformou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o CMN e o BACEN e, principalmente, a Lei 4.728/65 que disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

Houve medidas de estímulos fiscais às aplicações nesse mercado que acabaram resultando no “Boom de 1971”, que após estourar, abalou a estrutura e a confiança dos brasileiros em ações por muito tempo. Somente em meados dos anos



1990, com a abertura financeira e estabilidade macroeconômica que esse mercado obteve algum crescimento, com contato crescente com investidores estrangeiros.

Segundo o site da BM&FBovespa (2014), para estimular mais o mercado e garantir segurança para o acionista minoritário, a Bovespa criou no ano 2000 diferentes níveis de governança corporativa, incluindo o Novo Mercado, inspirado nos padrões mais rígidos e avançados do mundo em termos de transparência e prestação de contas. Devido a isso e a melhora da economia nos anos 2000, houve um aumento no número de IPO's e uma popularização da bolsa no Brasil.

Em 2008, segundo informações do site Portal do Investidor (2014), a Bolsa de Valores de São Paulo se integrou a Bolsa de Mercadorias e Futuros e criaram a BM&FBovespa, a única bolsa em operação atualmente no Brasil e uma das maiores do mundo em valor de mercado, entre 1996 e 2003 foram feitos somente quatro IPO's, entre 2003 e 2011 foram mais de cem, o que evidencia o crescimento e visibilidade que esse mercado obteve nos últimos anos.

Segundo Mishkin (2000) uma ação é um direito sobre o lucro líquido, é a menor fração do capital de uma empresa, geralmente dão direito a pagamentos periódicos, os dividendos, e sobre a quota-parte do patrimônio líquido em caso de dissolução da empresa, podem ser consideradas títulos de longo prazo, sem prazo de retorno definido, sua principal desvantagem é que seu dono não é um credor, mas um "residual claimant", somente tendo direito ao lucro, caso ele exista, e aos ativos restantes após pagamento dos credores em caso de dissolução.

Segundo Fortuna (2003) há dois tipos de ações: as ações ordinárias, das quais os portadores são os proprietários legais da firma, dão poder de voto e são remuneradas em proporção aos lucros da firma, se houver. O segundo tipo é formado pelas ações preferenciais, que podem pagar um dividendo fixo (parecidas com um título de dívida), não possuem poder de voto, mas possuem prioridade na distribuição de dividendos.

Ações são um tipo de ativo, ou seja, dão direito a seu portador a um fluxo de benefícios ao longo do tempo. Segundo Mishkin (2000) um dos fatores que afetam a demanda por ativos é o seu retorno esperado, dado pela média ponderada dos retornos de todos os possíveis resultados, sendo os pesos dados pela probabilidade de ocorrência de determinado resultado, ceteris paribus, um aumento no retorno esperado de um ativo eleva sua demanda.

Segundo o autor, um princípio fundamental das finanças é que o valor hoje de um ativo é igual a seu fluxo de caixa líquido descontado a uma taxa de juros. No caso das ações, o seu retorno é o dividendo dado no período mais o seu preço de venda descontados pela taxa de juros apropriada. O preço de venda é dado pelo fluxo de dividendos futuros esperados descontados pelos juros, generalizando:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (1)$$

Onde:  $D_t$  – dividendo no período  $t$ ,  $k$  é a taxa de desconto requerida, o número de períodos é infinito por considerar que empresa não tem fim definido.

Um problema nesse modelo é que não se diz como essas expectativas são formadas, a solução desse problema remete a uma das mais polêmicas teorias da economia, a Teoria dos Mercados Eficientes que diz que os preços dos ativos refletem toda a informação disponível, fazendo com que os preços estejam sempre corretos dado certo conjunto de informações disponíveis.

$$R^e = \frac{P_{t+1}^e - P_t + C}{P_t} \quad (2)$$

O retorno esperado de um título depende do preço esperado do mesmo no próximo período e de  $C$  que é o pagamento periódico a seu detentor, sendo constante no caso dos títulos (pagamento de cupom) ou variável no caso das ações (dividendos), onde  $C$  é um valor esperado assim como o preço no próximo período.

A formação das expectativas do preço futuro e do pagamento periódico segue segundo essa teoria expectativas racionais. Segundo Mishkin (2000) os agentes usam todas as informações disponíveis e avaliam seu impacto nos retornos dos títulos, esse processo conduz a previsões não viesadas, ou seja, os agentes não cometem erros sistemáticos em suas estimativas, com isso o preço futuro ou o dividendo esperado é igual ao valor esperado ótimo (Optimal Forecast – of) dessas variáveis dadas as informações disponíveis.

$$P_{t+1}^e = P_{t+1}^{of} \quad (3)$$

Segundo o autor, em um mercado eficiente os preços dos títulos refletem o valor fundamental do mesmo, considerando fundamentos como os fatores que causam algum impacto na rentabilidade do título, sendo tanto perspectivas da empresa, do setor e da economia em geral, sempre se olhando o futuro.

## 2.3 PREÇO E CONDIÇÕES DE LANÇAMENTO

Conforme discutido antes, o valor de uma ação vem de seus fundamentos, que são os fatores que afetam a rentabilidade da mesma, a Teoria dos Mercados Eficientes diz que o preço reflete toda a informação disponível sobre os fundamentos da empresa, logo o preço é igual ao valor fundamental.

Segundo Pinheiro (2009) uma parte dos fundamentos e do comportamento do mercado acionário se deve às expectativas quanto a conjuntura macroeconômica, entre as variáveis que impactam no mercado acionário está a expectativa de taxa de juros futura, se há uma queda nos juros, as aplicações em títulos (renda fixa) ficam menos atraentes e os investidores vão em busca de ativos mais rentáveis, como as ações, que não são atreladas aos juros, isso provoca a elevação do preço das ações, criando ciclos que se movimentam na direção contrária à taxa de juros, além disso, taxas de juros menores diminuem o custo de financiamento das empresas e aumentam o consumo das famílias via crédito, isso aumenta as expectativas de lucro das empresas, elevando ainda mais o preço das ações, outra questão é que o fator de desconto usado nos modelos de precificação tem por denominador a taxa de juros, variações nele impactam no valor das ações hoje, lembrando que as expectativas são racionais e os agentes tentam antecipar tendências, uma mudança na expectativa quanto ao futuro tende a ter impacto hoje. Outra variável macroeconômica importante é a inflação esperada, aumentos nela causam aumentos hoje nas taxas de juros na tentativa de se conter a demanda agregada crescente, com isso o mercado de ações é desestimulado, além disso, inflação crescente aumenta a incerteza, pois não se sabe se as empresas conseguirão repassar esse aumento de preços, podendo haver redução de lucros, com isso os investidores podem buscar outras aplicações, tais como os títulos com taxas flutuantes. O crescimento econômico também impacta no valor das ações, variando

conforme a sensibilidade das vendas a fase do ciclo econômico. Exemplo seria as empresas de bens de capital, que veem aumentos de suas vendas nas fases de crescimento devido às melhores perspectivas da economia, caracterizando essas indústrias como pró-cíclicas, outras como de alimentos e vestuários, de setores tradicionais, tendem a ter sua demanda mais estável e a serem menos influenciadas pelos ciclos econômicos, lembrando que esses fatores tentam ser antecipados pelos agentes e são precificados hoje segundo a teoria dominante.

Outro conjunto de variáveis que impactam nos fundamentos vem de análises setoriais, segundo Pinheiro (2009) são basicamente: a regulamentação e aspectos legais do setor, que podem influenciar nos custos da empresa e limitar suas operações, podendo reduzir seus lucros e por consequência o preço de suas ações; o ciclo de vida em que o setor está, se é um setor novo com altas taxas de crescimento, como em setores inovativos ou se já se está nos estágios de maturidade e até mesmo de decadência, refletindo isso nas expectativas de aumento de vendas do setor; as barreiras à entrada do setor, tais como barreiras legais, altos requerimentos de capital ou barreiras de custos, onde as empresas estabelecidas possuem custos menores devido ao acesso a melhores fontes de matéria-prima, maior eficiência devido à experiência, etc. Essas barreiras aumentam o lucro do setor de maneira permanente, impactando no preço da ação. Além disso, os setores respondem de maneira diferente às variáveis macroeconômicas, alguns setores como bens de consumo duráveis (carros, eletrodomésticos) possuem maiores vendas em momentos de juros baixos, que barateiam o crédito de consumo, enquanto em outros, como alimentos, isso tem pouco impacto, enfatizando que são as mudanças esperadas que afetam os preços, informações passadas já estão precificadas.

No nível da empresa, os autores destacam o potencial de crescimento da empresa, que vai depender do potencial de crescimento do setor e da competência da empresa em adotar estratégias que aumentem ou pelo menos mantenham seu market-share, tais como políticas de venda, de publicidade e diferenciação, o risco do negócio, medido pela volatilidade dos lucros e pela alavancagem operacional, quanto maior a dependência da empresa dos custos fixos, maior sua necessidade de atingir determinado nível de vendas para fazer frente a esses custos e começar a lucrar, ou seja, maior sua exposição a flutuações no nível de vendas, a alavancagem financeira e também sua capacidade de liquidez.

Todas essas dimensões devem ser consideradas na decisão de lançamento de ações e na definição do preço inicial de oferta e do regime de colocação, um preço inicial muito alto pode fazer com que as ações não sejam vendidas e isso mancharia a imagem da empresa por um longo tempo, já um preço muito baixo faz com que o volume captado seja menor que o ideal, fazendo a empresa lucrar menos do que poderia.

O regime de colocação varia conforme as avaliações do *underwriter*, firma responsável pela condução da abertura, segundo Assaf Neto (2003) consiste nas modalidades de subscrição do tipo: puro ou firme, onde a *underwriter* (ou o pool de instituições) garantem a integração de todo o lote a venda, assumindo o risco de colocação, pagando à emitente o valor total das ações lançadas, mesmo que parte não seja vendida, a adoção desse regime serve como sinal para o mercado de que a *underwriter* confia na colocação dos papéis no mercado, o que pode fazer com que esse regime seja custoso.

O segundo é do tipo residual (*stand by*), no qual a *underwriter* não se responsabiliza pela colocação integral das ações omitidas, após o prazo de vendas, pode haver devolução das ações não vendidas ou a compra dessas pela *underwriter*.

O terceiro tipo é a subscrição por melhor esforço, a emissora assume todo o risco do lançamento, a *underwriter* se compromete a dedicar seus melhores esforços na tentativa de colocar o máximo de ações no mercado com boas condições para a emitente, caso haja ações não vendidas, elas serão devolvidas à emitente.

Cada regime implica diferentes custos para a emitente e a *underwriter*, e essa transferência de custos se reflete em uma maior taxa de *underwriting* (processo de abertura) caso a instituição intermediária assuma mais riscos, ou menor caso não.

O preço de emissão, segundo o autor, deve ser estabelecido conforme os interesses dos acionistas atuais, as perspectivas da empresa e de modo a viabilizar a colocação integral das novas ações no mercado.

Um fenômeno recorrente nos IPOs é o do *underpricing* (subprecificação), uma subvalorização do preço inicial correto, mostrada por um salto do preço no primeiro dia de negociações pós-abertura, resultando em um retorno muito alto para o curto período. Segundo o relatório Oxera (2006), apesar de não ser um fenômeno completamente elucidado ainda, algumas das prováveis razões são: o fato do *underwriter* querer vender todas as ações colocadas, agradando investidores e

afastando risco de terem sobre avaliado a empresa; o desconto poderia ser uma compensação pelo fato da empresa ser recém-aberta, podendo haver informações assimétricas entre investidores e donos da empresa; pode ser que as empresas emitentes não tenham colocado pressão suficiente sobre as *underwriters* para que se coloque um preço justo e também pode ser que alguns investidores pouco sofisticados não tenham tido acesso à abertura e queiram comprar agora, mesmo pagando um preço alto demais.

Os autores argumentam que apesar desse fenômeno ser intenso, sendo observáveis grandes variações de preço em pouco tempo, ele é tolerável pelos donos da empresa, pois muitas vezes eles não estão vendendo suas ações no mercado, mas novas emissões direcionadas à empresa; o fato de que um menor preço garante que haja venda total também ajuda, pois a não colocação de todos os papéis é interpretada pelo mercado como um sinal negativo e pode afastar a empresa desse mercado por anos e também que esses altos retornos iniciais atraem muita atenção da mídia para a empresa.

#### 2.4. VANTAGENS E DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

A decisão de abertura de capital envolve tanto a consideração de aspectos técnicos do mercado, como existência de projetos em vista e bom momento do mercado, quanto aos aspectos subjetivos dos donos da empresa, como sua disponibilidade de assumir riscos, seu conforto com a nova realidade imposta pela abertura, entre outros fatores.

Segundo Casagrande Neto (1989) as principais vantagens da abertura de capital seriam: divisão do risco com novos sócios, que possibilitaria aos donos da empresa diversificar seu portfólio, não ficando tão expostos a uma empresa só; o fortalecimento da empresa com a criação de um instrumento de capitalização permanente de recursos, ao abrir capital a empresa pode no futuro fazer novas emissões conforme cresce; desenvolvimento de imagem institucional junto a clientes, fornecedores e ao mercado financeiro, que ao reconhecerem a marca e terem acesso às informações da empresa, tais como seus demonstrativos financeiros auditados, podem diminuir suas incertezas quanto a ela, dando-lhe poder

de negociação e reputação; criação de liquidez patrimonial para os acionistas, que podem vender suas ações no mercado sem precisar de acordos com outros acionistas. Além disso, o mercado fornece uma avaliação do valor da empresa em seus pregões, além de gratuita, ainda reflete as condições de compra, não ficando dependentes de *valuations* caras e nem sempre certas de profissionais, aumento da capacidade de endividamento da empresa, que ao aumentar seu patrimônio líquido, diminui a alavancagem financeira, abrindo espaço para novos endividamentos, redução da vulnerabilidade financeira, considerando que os pagamentos de dívidas são valores constantes e que o lucro da empresa pode flutuar, a emissão de ações não cria essa obrigação de valor constante, mas variável conforme os resultados e a profissionalização da administração da empresa, que se separa da propriedade e diminui o risco de problemas sucessórios e aumenta a reflexão sobre medidas estratégicas.

As desvantagens também devem ser consideradas, segundo relatório Oxera (2006) os custos de se abrir capital se dariam em duas fases, a primeira são custos no estágio de IPO, que consiste basicamente nas taxas de *underwriting*, taxas pagas a profissionais que auxiliam no processo de abertura, taxas de listagem inicial na bolsa de valores escolhida, outros custos do IPO e por último, um custo indireto, o de desconto de preço inicial, conhecido como underpricing. A segunda fase seria pós-abertura, consistindo nos custos diretos de se manter dentro de um quadro de regulação e de governança corporativa, taxas de profissionais como as de auditores, taxas anuais de listagem e no custo indireto de transação, cada um desses itens explicados abaixo:

- Taxas de underwriting: a colocação de ações no mercado se dá através de intermediários, como bancos de investimento, esse intermediário é o responsável pela condução do processo às autoridades competentes, pela confecção de documentos voltados para informar o mercado, como os prospectos e pela colocação dos papéis no mercado. Os autores reforçam que é importante que esse intermediário tenha reputação no mercado, isso sinalizaria para os possíveis investidores que ele tem confiança na empresa a qual está assessorando, ele não arriscaria lançar empresas que não fossem confiáveis. O valor da taxa pode variar em função do *framework* regulatório das exigências legais do país, do porte da emissão, do regime de colocação no mercado e do pool de instituições conseguido.

- Taxas de profissionais: consiste nos honorários advocatícios da mudança de estatuto social, nas taxas pagas à empresa de auditoria contábil, nos possíveis gastos em conselhos com profissionais especialistas, etc.

- Taxas de listagem inicial – valor pago à bolsa de valores para o início da listagem, pode-se incluir os custos implícitos em termos de ajustamento da empresa para ser aceita na bolsa escolhida.

- Outros custos do IPO: possíveis custos com marketing, impressões, além de custos implícitos, como o tempo dedicado pela equipe administrativa na análise prévia da viabilidade da emissão, etc.

- Desconto de preço inicial: o fenômeno de *underpricing*, representado pela diferença entre o preço de oferta inicial, que é o que realmente vai para a empresa, e o preço de fechamento do primeiro dia de negociação, geralmente o segundo é maior que o primeiro, pois há um desconto no preço, esse fenômeno muito visto ainda é pouco explicado, mas representa um custo implícito porque a empresa capta menos do que o mercado julga que ela vale algum tempo depois.

Assaf Neto (2003) também destaca os custos legais e institucionais, representados pelas taxas junto à CVM e os custos indiretos associados à adequação legal e institucional da empresa à legislação.

Quanto aos custos pós-abertura temos:

- Custos de regulação: custo de manter a empresa alinhada com determinados parâmetros legais definidos em legislação, tais como fornecimento de informações periódicas ao público, taxas anuais de fiscalização à CVM, taxas de auditoria, etc.

- Custos de governança corporativa: segundo o site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2014), a governança corporativa é um sistema de organizações e regras monitoradas e incentivadas, envolvendo boas práticas no relacionamento dos interessados na empresa, com o intuito de alinhar os interesses e otimizar o valor da companhia no longo prazo.

Consiste em um conjunto de regras, geralmente mais rígidas que as mínimas exigidas pela legislação, voltadas para uma melhor gestão da empresa e aumento de valor e confiança no longo prazo. As bolsas de valores podem exigir para aceitação de uma empresa em sua listagem o cumprimento de certas regras, no mínimo tão rígidas quanto às exigidas pela legislação, ela também pode criar segmentos com diferentes graus de governança corporativa, nos quais as empresas



podem se comprometer via contrato a seguir. Apesar de representar um custo adicional, na forma, por exemplo, da publicação de demonstrações financeiras auditadas em períodos menores que o exigido por lei, essas regras mais rígidas podem servir como sinal que a empresa está comprometida com seus acionistas e que confia em sua capacidade, podendo diminuir o prêmio de risco da empresa, aumentando o preço de suas ações, podendo ser até benéfica no longo prazo.

- Taxas profissionais: auditores, especialistas, etc. em avaliações periódicas.
- Taxas anuais de listagem da bolsa escolhida.

- Custos de transação: ao valorar quanto determinada empresa vale, o acionista considera não só a empresa, mas também os custos que incorrerá ao negociá-la no mercado de ações, como custos diretos de corretagem pagos por transação, porém tais custos são uniformes entre ações, não influenciando diferencialmente a disposição a pagar do investidor, porém o custo indireto de liquidez, já que empresas menores muitas vezes têm pequeno mercado para negociação de suas ações, o que pode dificultar vendas futuras com liquidez (venda rápida sem perda de valor), os investidores atribuem um prêmio de liquidez conforme sua expectativa sobre uma ação, quanto menos líquida se espera que seja uma ação, maior o prêmio requerido para compra-la e menor o preço pago por ela.

Casagrande Neto (1989) destaca ainda as desvantagens do pagamento de dividendos, sendo que muitas vezes há exigência de distribuição mínima, o risco de concentração de ações nas mãos de poucos investidores, que podem influenciar as decisões da empresa, abrindo espaço para conflitos de decisão e o aumento do custo administrativo devido à abertura do Departamento de Relações com Investidores, responsável pelo contato entre a empresa e o mercado.

O Autor também diz que muitas das desvantagens podem ser facilmente tratadas, como o fato que as informações fornecidas serem de caráter geral, não prejudicando segredos industriais ou informações sigilosas, que o volume de exigências legais não é tão difícil de ser atendido e que os custos de um departamento de RI não são tão significativos caso a empresa seja grande.

O autor ainda reitera que a decisão final deve levar em conta outros aspectos, como: as outras opções de financiamento disponíveis e seus respectivos custos, o grau de alavancagem atual, já que uma empresa com alto grau de alavancagem financeira pode ter dificuldades em conseguir crédito devido ao seu maior risco, o fato de que o mercado de ações é ainda elitizado, só tendo acesso empresas de

grande porte, tradição e com perspectivas interessantes, o fato de que o mercado de ações é cíclico, nem sempre consegue absorver emissões ao preço requerido pelos acionistas, logo a operação deve ser feita no momento adequado, sendo considerada uma questão estratégica de médio prazo.

### 3 O PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL

A abertura de capital é um processo que uma vez iniciado é difícil de reverter, logo deve ser bem estudado antes de se tomar a decisão final.

Devem-se ponderar os benefícios advindos de uma possível melhora no caixa da empresa, aumentos nos ganhos esperados com novas escalas de produção, distribuição e comercialização e a modernização de equipamentos com os custos do processo em si e os da estrutura adicional que uma empresa aberta precisa manter.

O acesso ainda é bastante restrito, só sendo viável para médias e grandes empresas no Brasil e que geralmente não estão em fase pré-operacional, sendo desejável que a mesma tenha obtido lucros nos anos anteriores a abertura.

Usaremos a esquematização de Cavalcante *et. al.* (2009) para explicar o processo de abertura; segundo os autores, a abertura pode ser resumida nas seguintes etapas: preliminares, que começa logo após a decisão de se abrir capital até o início das providências, que constituem a segunda etapa e a terceira de colocação, com o lançamento do prospecto definitivo e o IPO propriamente dito.

A etapa preliminar consiste em alguns ajustes jurídicos, societários e de posicionamento, devendo haver ajuste do estatuto social, redefinição dos privilégios conforme classe de ação, definição do dividendo a ser distribuído, etc. É uma etapa voltada à reestruturação societária e reflexão sobre a decisão de abertura.

A segunda etapa destacada pelos autores é a das providências a serem tomadas, consiste basicamente:

- Na criação do Conselho de Administração e eleição de seus membros, que ficarão encarregados do julgamento das decisões e da fiscalização da Diretoria;
- Designação do diretor de relações com investidores (DRI) que será o responsável pela ponte entre a empresa e os investidores do mercado, fornecendo informações necessárias para a avaliação da empresa;
- Acerto de pendências fiscais e trabalhistas, caso existam;
- O rearranjo de eventuais acordos de acionistas, de modo que se desenhe estrutura societária clara e evite-se privilégios para algum dos acionistas;

- Contratação de auditoria independente para auditar demonstrações financeiras, sendo importante a contratação de uma empresa de auditoria de renome;
- Escolha do intermediário financeiro, o *underwriter*, considerando custos e reputação da instituição, ele será o responsável pela colocação das ações no mercado e da elaboração do Prospecto Definitivo, documento onde se detalha as características da empresa a se abrir, seu mercado, seus riscos, análise de suas demonstrações auditadas de anos recentes, as reformulações dos contratos sociais e as atas de reuniões voltadas para a abertura;

As subetapas seguintes são de responsabilidade do underwriter, mas exigem cooperação da emitente, sendo elas:

- A elaboração de estudo técnico para se definir o preço e volume da operação, conforme perspectivas do mercado, estrutura patrimonial da empresa, situação presente do mercado de capitais;
- A preparação da documentação, tais como a transformação de sociedade limitada para sociedade anônima, envolvendo trabalho jurídico de redefinição do contrato social;
- Adaptação de estatutos sociais, que são as formas de gerência e hierarquia da empresa;
- Contrato de coordenação e distribuição das ações, entre a empresa emitente e a underwriter;

Internamente a empresa ainda há:

- A organização do departamento de acionistas, que será o responsável pelo contato entre o mercado e a empresa, fornecendo demonstrações financeiras e informações relevantes através de canais oficiais para os investidores;
- Uma Assembleia Geral de Acionistas (AGE) deliberativa da operação e período de preferência (direito dos acionistas atuais de preferência na compra das novas ações), na qual se aprova o tipo de ação, o volume e o preço;
- A obtenção de registro na CVM, sendo um da empresa onde constam informações operacionais, legais e financeiras sobre esta e outro para o registro de oferta pública. O primeiro registro é o da empresa que mostra as informações relevantes sobre a emitente, tais como: linha de produtos, capacidade de produção, características do mercado consumidor e da concorrência, demonstrações financeiras dos últimos exercícios. A empresa

após obter esse registro fica obrigada a atualizá-lo trimestralmente. O outro documento é o Registro de Oferta Pública, no qual constam: as condições de aumento de capital; a composição do capital antes e depois do aumento; os prazos de subscrição (colocação das ações) e integralização (fechamento da colocação) e justificativa do preço de emissão.

O trabalho de preparo e envio da documentação junto à CVM é de responsabilidade do underwriter. A CVM não analisa tecnicamente a empresa, só garante publicidade de um conjunto básico de informações que permitem aos investidores decidirem; e por último:

- A formação de um pool de instituições, sendo uma delas coordenadora, responsável pela elaboração da documentação e acompanhamento do processo, a líder que assume o risco de um lote grande de ações e as distribui para as instituições consorciadas, que colocam os papéis no varejo, diretamente para o consumidor final.
- Durante a segunda fase a companhia deve lançar um prospecto preliminar para informar previamente o mercado e para início do recebimento dos pedidos de reserva. Após esses procedimentos, o documento, contendo informações sobre a empresa, seus riscos, mercado e informações financeiras, será aprimorado e lançado em versão definitiva e completa na terceira fase, o chamado Prospecto Definitivo;
- A obtenção de registro na Bolsa de Valores escolhida pela empresa, para isso, deve-se enviar os mesmos documentos enviados a CVM e depois informar o número de registro fornecido por esta caso seja aprovado o processo. As bolsas possuem autonomia para se autorregular, tendo que cumprir as exigências mínimas da legislação brasileira no que se refere as empresas, podendo ainda criar novos regimes de negociação, mais rígidos que o mínimo definido em legislação societária brasileira

A terceira etapa consiste no lançamento do Prospecto Definitivo, documento com todas as informações detalhadas sobre a empresa, seus contratos sociais, composição societária, estrutura administrativa, mercado, estrutura produtiva, informações financeiras, mercados e riscos. Ele deve conter informações detalhadas sobre a operação, identificar os administradores, consultores e auditores envolvidos, direitos dos acionistas, pool de oferta.

Segundo os autores, esse documento deve conter informações completas, precisas, verdadeiras, atuais, claras e objetivas, de modo que o investidor possa formar sua decisão de investimento criteriosamente. Deve conter informações sobre a oferta, os valores objetos da oferta e seus direitos, a ofertante, a situação patrimonial, econômica e financeira da emitente, os terceiros garantidores das obrigações e dos terceiros destinatários dos recursos captados na oferta dependendo do caso.

A definição do preço inicial deve ser feita com atenção, pois deve garantir que todas as ações sejam vendidas, evitando sobre estimação do preço, ou vendendo ações a um preço muito baixo, fazendo a empresa não captar o que realmente vale. Entre os métodos de precificação, um que vem se destacando nos últimos anos é o de *Bookbuilding*, formação do preço se dá através de apuração de intenções de compras de grandes e experientes investidores, que dão lances fictícios com base no quanto acreditam que a empresa vale, e a partir desses valores, o *underwriter* forma o preço inicial de oferta.

No Brasil a abertura de capitais deve sempre ser auxiliada por empresa financeira responsável especializada, a *underwriter*, que geralmente é um banco de investimentos.

A abertura de capital também pode acontecer por *block trade*, a colocação de um lote de ações pertencentes aos acionistas, sendo que os recursos vão diretamente para estes, não entrando no caixa da empresa, é uma operação de mercado secundário, diretamente entre acionistas e investidores, os procedimentos operacionais são os mesmos de um underwriting comum.

As subscrições (underwriting) são feitas basicamente por três regimes: *Straight*, onde a *underwriter* assume o risco de colocação, ou seja, ao colocar no mercado, caso haja ações não vendidas ao final do prazo de leilão, a mesma compra as ações restantes ao preço atual, incorrendo em risco, fazendo desse regime o mais caro. O segundo é o de *Best Effort*, a *underwriter* assume o compromisso de fazer o melhor esforço possível na colocação das ações, contudo o risco vai para a emitente caso a operação fracasse. Caso após o fim do leilão haja ações residuais não vendidas, elas são devolvidas pela instituição para a emitente. O ultimo regime é o de *Stand-by*, onde a instituição se compromete a negociar as ações dentro de certo prazo, e subscreve a parcela não absorvida.

Ao abrir capital, a empresa se vê obrigada a divulgar informações para o mercado (a chamada política de *disclosure*), sendo que a legislação societária exige o fornecimento periódico de informações básicas, como demonstrações auditadas e fatos relevantes, contudo, dependendo da bolsa em que a empresa está listada, essas regras de divulgação podem ainda ser mais fortes. Uma boa política de *disclosure* reduz o risco do investimento e valoriza as ações, pois diminui o risco das ações devido ao maior volume e qualidade das informações, diminuindo assim o retorno exigido, aumentando o preço recebido pelas emitentes. Entre os principais elementos dessa política estão: a elaboração de demonstrações financeiras de acordo com princípios contábeis, com relatórios explicativos, ampla divulgação de fatos relevantes por canais oficiais e disponibilidade dos administradores em atender à dúvidas de investidores pessoalmente.

Segundo os autores, uma legislação exigente, mas não impeditiva, reforçada por uma governança corporativa que valorize a divulgação de informações, são passos fundamentais na construção de um bom mercado de ações, lembrando que o desenvolvimento econômico é muito prejudicado pela falta de financiamento de longo prazo, como o de ações, isso se dá porque muitas vezes não há interesse do setor bancário em fornecer crédito para projetos de longo prazo, ficando dependentes de recursos públicos de bancos de desenvolvimento, que podem ter seus recursos limitados por restrições orçamentárias do governo ou podem destinar os recursos de maneira ineficiente.

## **4 ANÁLISE DA ABERTURA DE CAPITAL DO GRUPO POSITIVO**

Nesse capítulo, será feita a análise do processo e da performance da empresa e de suas ações no período após abertura, primeiro será feito um histórico do grupo e da empresa, depois será definido seus setores de atuação e dos fundamentos da empresa antes da abertura, explicando o processo de abertura; por fim, será feita uma análise do setor e da empresa após a abertura e de seu desempenho na bolsa, finalizando com uma análise da empresa atualmente.

### **4.1 A POSITIVO INFORMÁTICA**

Nesse capítulo faremos a análise de processo de abertura do Grupo Positivo, descrevendo a decisão, o processo e a situação atual da empresa.

Na primeira seção falaremos sobre a história e as características das empresas do grupo, depois faremos uma análise do setor, destacando tendências do período pré-abertura, nas seções seguintes falaremos sobre a decisão de abertura, o processo e uma análise dos custos e benefícios da abertura para o grupo.

Segundo histórico constante no site do grupo, o grupo foi fundado por um grupo de professores na década de 1970, marcada por profundas transformações sociais e culturais no Brasil e no mundo. Em 1972, por ideia do professor de biologia e sócio desde então Samuel Ramos Lago, o nome Positivo e o símbolo tradicional surgiram. Com o tempo, os professores expandiram seu ensino para o segundo grau, equivalente ao ensino médio atual, com foco na preparação para exames de vestibular. Em 1979, com o sucesso do empreendimento, houve expansão de unidades educacionais para outras cidades do Paraná e Santa Catarina, além da Fundação Positivo, hoje Editora Positivo. Em 1988, após dezesseis anos de sucesso atuando nos ensinos fundamental e médio, o grupo expandiu sua atuação para o ensino superior, ao abrir a faculdade Positivo, então no bairro Seminário, contando com os cursos de Comércio Exterior, Informática, Pedagogia, Administração Rural e Administração de Empresas. Em 1989, com o avanço da informática pelo mundo



inteiro, o Brasil se via travado por lei que impedia a importação de equipamentos informáticos. Percebendo esse problema, o grupo fundou o segmento Positivo Informática junto ao curso de Informática, com o intuito de produzir microcomputadores voltados para aplicação educacional nas escolas do grupo e conveniados, uma iniciativa pioneira no Brasil. Em 1991, o grupo ultrapassa duzentos mil estudantes em centenas de escolas conveniadas por todo o país. Com o tempo, passou a operar no segmento de Tecnologias Educacionais, desenvolvendo softwares e portais educacionais entre outros produtos, em 1995 a gráfica se torna líder nacional nos segmentos promocionais e editoriais, sustentando até hoje o título, a Posigraf, a gráfica do grupo, ganha investimentos em 1997 e se torna líder nacional em livros, revistas e impressos comerciais e promocionais, todas as linhas contam com certificação selo 9001. Em 1998, a faculdade se torna Centro Universitário Positivo, com dezoito cursos de graduação, em 2000 foi inaugurado o campus Positivo no bairro Campo Comprido, em 2001 grupo atinge quinhentos mil alunos por todo o país. Em 2006, a Positivo Informática abriu seu capital ao lançar ações da empresa na BM&Fvespa. Com uma estratégia arrojada, a companhia tornou-se a maior fabricante de computadores do Brasil, liderando também no segmento de tecnologia educacional. Na atualidade, suas soluções educacionais estão presentes em aproximadamente 8,5 mil escolas públicas e 2,3 mil escolas particulares. Os produtos da Positivo Informática são comercializados em mais de 8,8 mil pontos de venda. Ao todo, cerca de quatro mil e trezentas pessoas trabalham na empresa. É esse segmento do grupo que abriu capital em 2006 e que será o foco do nosso estudo.

A empresa trabalha nos segmentos de hardware, principalmente na montagem de computadores, atendendo ao mercado de varejo, corporativo e de licitações públicas e no segmento de tecnologias educacionais, atendendo escolas públicas e privadas.

Segundo o Prospecto Definitivo da empresa, o segmento de hardware correspondia a 93,2% da receita líquida de vendas em 2005, concentradas na venda de desktops (96,6% do valor) e com menos importância em notebooks (2,2%). Na época, tanto a venda quanto as perspectivas de venda de notebooks por parte da empresa eram baixas, algo que se mostrou errado depois, pois as vendas de notebooks explodiram e suplantaram as de desktops em 2009. A análise se concentrará mais no segmento de hardware devido à sua maior representatividade.

O segmento de tecnologias educacionais correspondia em 2005 a 6,8% do total de receitas líquidas, consistia na venda de meses educacionais, acesso a portais educativos, softwares educacionais e serviços de formação técnica e pedagógica.

Dados dos nove primeiros meses de 2006 mostram que 79,4% da receita líquida foi obtida no mercado de varejo, na venda de desktops e notebooks, através de grandes redes varejistas, direcionadas para clientes pessoa física e microempresas, no mercado corporativo perfizeram somente 1,6% da receita líquida, voltado para empresas de diferentes tamanhos, o mercado de licitações correspondia a 19% do total. Seu principal canal de vendas era o de vendas diretas, voltadas para empresas estatais e de administração pública direta e indireta. O segmento educacional atendia oito mil e novecentas escolas em 2006, beneficiando um milhão e duzentos mil alunos.

#### 4.2 O SETOR E A EMPRESA NO PERÍODO DA ABERTURA

A indústria de informática no Brasil teve início em 1976, com a criação de uma rígida reserva de mercado para computadores e componentes, em 1984 foi sancionada a Lei 7.232, que fixou a Política Nacional de Informática, que oficializou reservas de mercado, inclusive no segmento de software.

Segundo informações constantes no Prospecto Definitivo, a empresa era líder na fabricação e venda de computadores no Brasil no período (2006), participando com 24,9% do mercado oficial, que exclui as vendas informais no chamado mercado cinza que correspondiam a cerca de 50% das vendas em 2006, desse total da empresa, há participação de 37,4% no mercado de varejo e 10,5% no mercado de licitações públicas. Entre os fatores destacados no documento que justificariam boas perspectivas do setor estavam a baixa penetração que computadores possuíam entre as classes C e D, a existência de incentivos fiscais do governo para a venda de computadores, como a lei 8.248/91 (Lei de Informática), que concede isenção de 95% de IPI para empresas que investem em pesquisa e desenvolvimento na área e possuem determinado índice mínimo de nacionalização e a Lei 11.195/05 (computador para todos) que reduziu a alíquota PIS/COFINS de 9,25% para 0% de

desktops até R\$ 2.500,00 e notebooks até R\$ 3.000,00, até 2009, com o intuito de popularizar o acesso a computadores. Além disso, havia o crédito de ICMS concedido pelo estado do Paraná para empresas que investiam em P&D no estado, o fácil acesso ao crédito de consumo nas grandes redes varejistas, que crescia no período devido a melhor conjuntura macroeconômica mundial e brasileira e o aumento da fiscalização do governo para reduzir sonegação via mercado informal (mercado cinza, informal de montagem de computadores).

Quanto às vantagens da empresa, o prospecto destaca: a posição de liderança no mercado nacional, que correspondia no primeiro semestre de 2006 a 11,1% do volume de vendas totais (incluindo mercado cinza) e as vantagens competitivas da empresa, como: o forte relacionamento com redes de varejo, as quais são espalhadas pelo território nacional, garantindo maior acesso da população aos mercados; o fato dessas redes serem as principais concedentes de crédito para consumo nas classes C e D, justamente as que possuem maior potencial de consumo devido à baixa penetração do produto nessas classes, além de proporcionar informações sobre a demanda, de modo a permitir melhores ajustes na produção; outra vantagem destacada é a ampla rede de assistência técnica, disponível em mais de três mil cidades do país, que reduz os custos para os clientes e para a empresa de eventuais defeitos; as economias de escala proporcionadas pela grande produção, que redundam em menores custos unitários e em preços mais competitivos, o reconhecimento da marca, a capacidade de lançar produtos inovativos e adaptados ao mercado nacional e a administração ágil e atenta.

Segundo o mesmo documento, as estratégias para o período pós-abertura seriam no sentido de: manter a posição de liderança no varejo, aproveitar o potencial de crescimento de consumo nas classes C e D, aumento na participação no setor corporativo, responsável por 50% do mercado de computadores, sendo que a Positivo tinha participação de só 0,3% nesse mercado em 2005, continuar inovando em produtos, tentar melhorar a eficiência operacional e controle de custos, e manter sólida posição financeira, especialmente ao fazer hedge cambial de suas compras de peças estrangeiras, o que diminuiria suscetibilidade à oscilações macroeconômicas, já que 92,3% do custo de compra de materiais (peças principalmente) são atreladas ao câmbio, seja por serem importadas, seja por serem commodities negociadas em mercados mundiais.

Quanto ao risco do negócio, o Prospecto destaca: o risco de depender de um pequeno número de fornecedores, seja na questão de atrasos, seja em descumprimento de contratos, a grande dependência das lojas de varejo na venda, as quais podem forçar queda nos preços de venda das empresas do nosso setor, possíveis pelo seu grande poder de mercado, exposição à rescisão de contratos de venda com a administração pública, seja em computadores ou recursos educacionais, possível incapacidade em acompanhar as inovações do setor, ficando para trás nesse setor com rápida obsolescência e a dependência de benefícios fiscais que podem ser cancelados ou não renovados. Setorialmente, os maiores riscos são variações cambiais, no caso da Positivo Informática, 92,3% do custo de materiais é atrelado ao dólar e as vendas externas são pequenas, fazendo a empresa ser vulnerável à uma desvalorização da moeda nacional, já que a empresa não teria capacidade de repassar esse aumento de custo para o preço, pressionando a margem de lucro, a concorrência com grandes empresas multinacionais com melhores capacidades tecnológicas e financeiras. Em termos macroeconômicos, a empresa é vulnerável à política monetária, que ao afetar a taxa básica de juros, e por consequência toda a estrutura de juros do país, pode vir a encarecer o crédito ao consumidor, reduzindo as vendas.

Há ainda os riscos associados ao mercado financeiro, e logo as ações da empresa, como mudanças regulatórias sobre investimento estrangeiro, mudança na percepção de risco do país e dos países emergentes, que podem alterar o valor dos ativos do país e o fato de que pode não se desenvolver um mercado líquido para as ações da empresa, dado que, como destacado no documento, o mercado brasileiro é substancialmente menor, menos líquido, mais volátil e concentrado em algumas ações que outros mercados mundo afora.

#### 4.3 O PROCESSO DE ABERTURA

Administrativamente, segundo informações do Prospecto Definitivo, a empresa optou por se adaptar ao regulamento do segmento do Novo Mercado da Bovespa, o Conselho de Administração é o responsável pela orientação dos negócios no longo prazo, traçando os objetivos estratégicos da organização, ele

será composto de seis ou sete membros, sendo um deles pelo menos independente conforme exigido pelo regulamento do Novo Mercado, eleitos para mandatos de um ano.

A diretoria é a responsável legal pela empresa e pela condução diária dos negócios conforme deliberações da Assembleia Geral e Conselho de Administração, composta por onze cargos: diretor Presidente, diretor vice-presidente de operações, diretor vice-presidente de finanças, diretor de supply chain, diretor de marketing, diretor de portais, diretor comercial de tecnologias educacionais, diretor de operações de tecnologias educacionais, diretor de produções terceirizadas, diretor de conectividade e diretor de relações com investidores, podendo haver acúmulo de funções. Na época de abertura, havia dez diretores, sendo que um deles acumulava os cargos de diretor vice-presidente de finanças e diretor de relações com investidores, os mandatos são de dois anos.

Quanto à composição acionária, antes da oferta pública, todas as oitenta e cinco milhões de ações que compunham o capital social estavam nas mãos de pessoas envolvidas ou no Conselho de Administração ou na Diretoria, ou seja, os donos da empresa eram pessoas internas a ela.

As empresas GOLS Participações S.A, CIR Investimentos S.A., Infoinvest Investimentos Ltda., LP Investimentos S.A. e Mantova Investimentos S.A. estão, cada uma, vendendo toda sua participação na empresa, sendo que cada uma está vendendo nesse lançamento 5.500.000, o que equivale a 6,5% do capital social total para cada empresa, totalizando essa operação de block trade em 32,5% do capital social da empresa (27.500.000 de ações). O capital social na data do Prospecto era de R\$: 86.936.920,00, o valor patrimonial líquido por ação (contando outras contas como reservas de lucros) em 2006 considerando inclusive as novas ações (total de 87.800.000 ações) correspondia a R\$ 3,64.

A empresa optou por entrar na Bovespa no segmento do Novo Mercado, que exige regras mais rígidas de governança, como forma de sinalizar ao mercado seu compromisso, entre as características das ações emitidas estão: todas as ações lançadas são ordinárias e dão direito a voto proporcional ao volume detido, essa é uma das exigências do Novo Mercado; direito a dividendo mínimo de 25% do lucro líquido do período; entre outras garantias.

A aplicação dos recursos obtidos pela empresa na emissão será de R\$: 61.876.200,34 após a dedução dos custos de emissão. Segundo o documento,

quarenta e cinco por cento será destinado à verticalização de etapas do processo produtivo (R\$: 27.844.290,15), outros quarenta e cinco por cento serão destinados para reforço do capital de giro (R\$: 27.844.290,15), tanto para financiamentos de clientes estratégicos quanto para o de clientes com alto potencial de crescimento, ou seja, esses recursos vão para fins operacionais, o dez por cento restante será destinado a investimentos em sistemas de informação (R\$6.187.620,03). A empresa não deu mais detalhes sobre a aplicação desses recursos.

Com a entrada desses recursos, o capital social passa de R\$: 86.936.920,00 para R\$: 152.736.920,00, passando de 85.000.000 para 87.800.000 ações ordinárias, contando com o *block trade*, serão vinte e um milhões novecentas e cinquenta mil ações lançadas a mercado, sendo 2.800.000 de novas ações e 19.150.000 para venda secundária de acionistas da empresa (block trade). O regime de colocação escolhido foi o de garantia firme, no qual a empresa subscritora se compromete a colocar todo o lote de ações no mercado.

O preço por ação foi fixado em R\$: 23,50 através de procedimento de *Bookbuilding*, no qual possíveis investidores, geralmente de grande porte, dão “lances” preliminares conforme avaliaram o valor da empresa, o preço foi aprovado em reunião do Conselho de Administração em sete de dezembro de dois mil e seis.

Os custos de abertura, considerando comissões diversas e impostos, foram de 5,96% do valor captado no lançamento (tanto primário quanto secundário), resultando segundo o Prospecto no valor de R\$ 19.787.257,58.

O processo de oferta teve início em 22 de novembro de 2006, com a publicação do Aviso ao Mercado, sem especificar as instituições consorciadas, em 8 de dezembro de 2006, teve início à negociação das ações no Novo Mercado, equivalente à abertura do leilão, dia 11 foi o primeiro dia de negociações no mercado secundário e 12 de janeiro de 2007 foi fixada como data limite para o leilão das ações.

As instituições encarregadas da colocação dos papéis serão: Banco UBS S.A, com 50% das ações (12.072.500 ações) e o Banco UBS Pactual S.A. com os outros 50% (12.072.500 ações), houve formação de pool de instituições para prestação de diversos serviços, porém não é relevante detalhar isso.

O preço de lançamento, e implicitamente de todas as ações caso a operação seja bem sucedida, é de R\$: 23,50, o valor patrimonial por ação sobre o capital social de setembro de 2006, considerando as novas emissões no volume de ações

(antes da captação na abertura) é de R\$: 2,38, considerando o aporte de capital proporcionado pela abertura, o valor patrimonial por ação salta para R\$: 3,01 (aumento de R\$: 0,63). Contudo o preço de emissão é definido por Bookbuilding, não guardando relação com o valor patrimonial.

#### 4.4 ANÁLISE DOS FUNDAMENTOS NO PERÍODO ANTERIOR À ABERTURA

Em termos macroeconômicos, o país estava estável, câmbio com tendência à valorização, o que é bom para a empresa, pois grande parte de seus custos são atrelados ao dólar, a empresa desde 1999 adota política de hedge cambial para se proteger de eventuais oscilações, as outras variáveis, como inflação e taxa de crescimento não foram consideradas importantes fontes de preocupação pelo Prospecto.

O setor apresentava boas perspectivas segundo análise constante no Prospecto, analisando o período após 2004 até 2006, os fatores de destaque futuro seriam: a baixa penetração de computadores na classe C; crédito ao consumo vantajoso para as classes C e D em grandes redes de varejo; valorização do real frente ao dólar, o que baratearia as compras de materiais e poderia dar margens a menores preços; a redução de impostos proporcionada por programas de incentivo e a queda nas vendas no mercado cinza devido à maior fiscalização e busca de qualidade e reputação por parte do consumidor.

Segundo dados do site Teleco, o mercado de computadores apresentou tendência forte de alta entre 2004 e 2006, com redução acentuada na participação do mercado cinza no total, o que pode ser visto no gráfico 2 abaixo de vendas em milhares de unidades vendidas do setor.

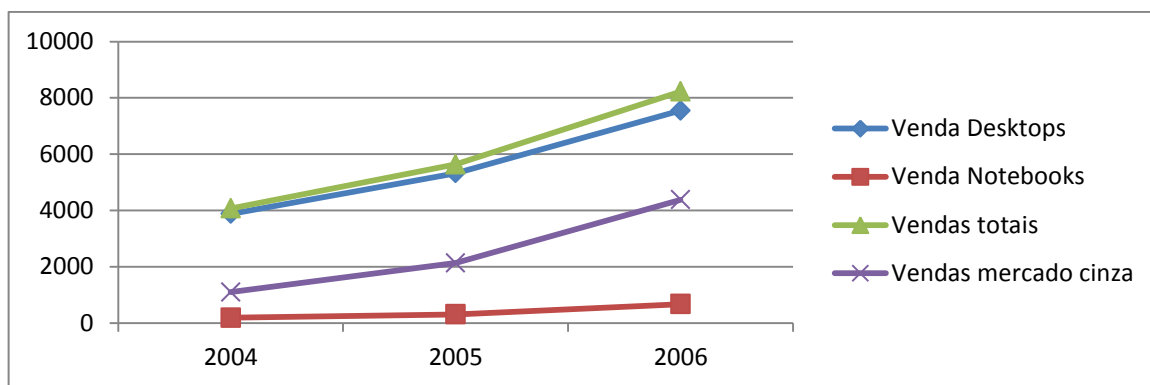


GRÁFICO 2 – VENDAS TOTAIS DO SETOR DE COMPUTADORES  
 FONTE: ABINEE/IT DATA (2013).

Na análise de market-share, vemos que a Positivo quase dobrou seu market-share de 2005 para 2006, passando de 6,9% para 11,1% do mercado total, também percebemos que o mercado cinza diminuiu sensivelmente sua participação, olhando os gráficos 3 e 4 a seguir.

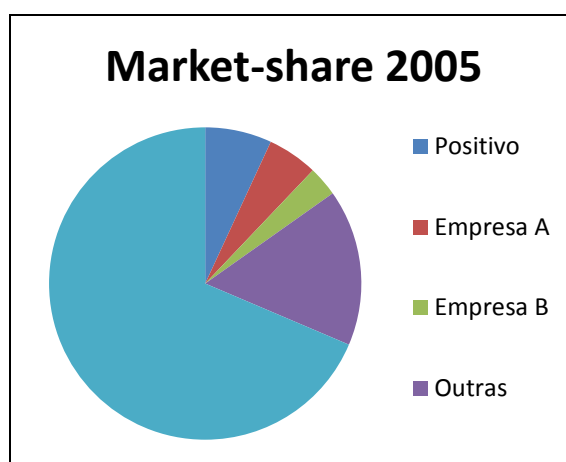


GRÁFICO 3 – MARKET-SHARE 2005  
 FONTE: IDC (2006).



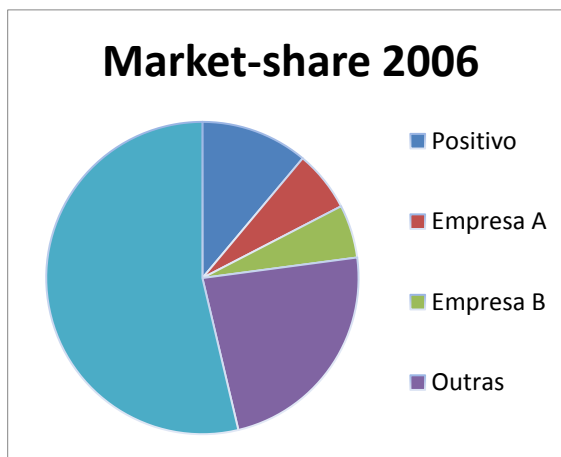


GRÁFICO 4 – MARKET-SHARE 2006  
FONTE: IDC (2006).

No nível de empresa, ao analisar suas demonstrações financeiras, observamos que há grande crescimento na receita bruta de vendas, acompanhada por aumento no custo do produto vendido e uma melhora nos resultados líquidos ao longo do tempo, como podemos ver abaixo no gráfico 5 em milhares de reais.

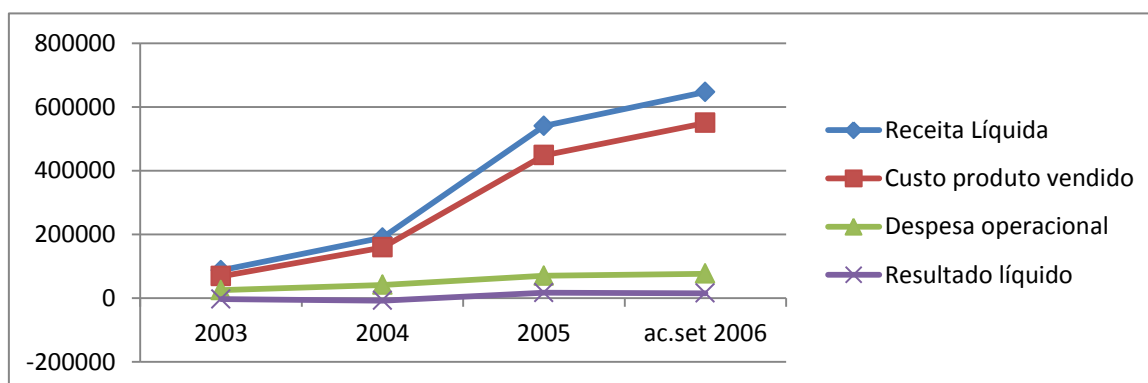


GRÁFICO 5 – INDICADORES DE RESULTADO  
FONTE: PROSPECTO (2006)

Há um aumento acentuado na receita de vendas, acompanhada por grande aumento nos custos, os resultados são mais estáveis e passam de nível negativo para positivo. Em relação à evolução do volume de vendas no período, temos os dados sintetizados no gráfico 6 abaixo em unidades.

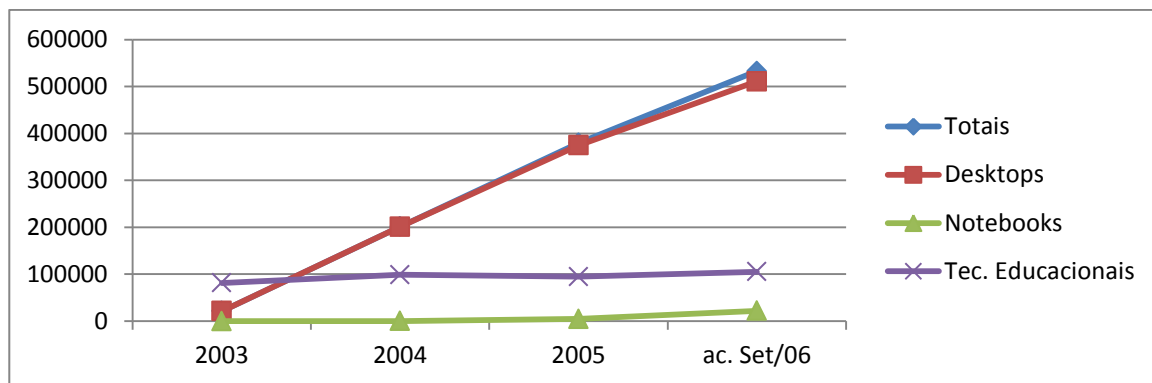


GRÁFICO 6 – VOLUME DE VENDAS DA POSITIVO INFORMÁTICA  
FONTE: PROSPECTO (2006)

Podemos observar forte tendência de aumento nas vendas de desktops, que correspondem à maioria dos totais de computadores, tecnologias educacionais, no qual estão inclusos a venda de softwares educacionais, de varejo, de mesas educacionais e acesso a portais educacionais, se mantem estável, notebooks sai do zero, mas ainda não tem muita expressividade de vendas.

Ao analisar o ativo no período, com valores em milhares de reais, vemos um grande aumento no ativo circulante, que puxa o ativo total para cima, enquanto as outras componentes do ativo se mantêm relativamente estáveis, no gráfico 7.

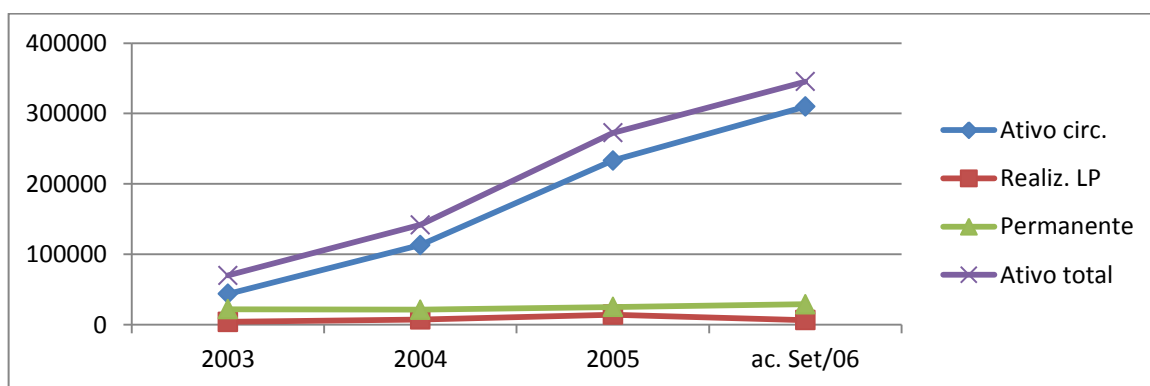


GRÁFICO 7 – COMPOSIÇÃO DO ATIVO PRÉ-ABERTURA  
FONTE: PROSPECTO (2006).

Olhando o lado do passivo, em milhares de reais, vemos uma mudança maior nas contas ao longo do tempo, há aumento do passivo total, mas dividido em aumento no patrimônio líquido e no passivo circulante, o exigível a longo prazo (dívidas longo prazo) tem queda suave, no gráfico 8.

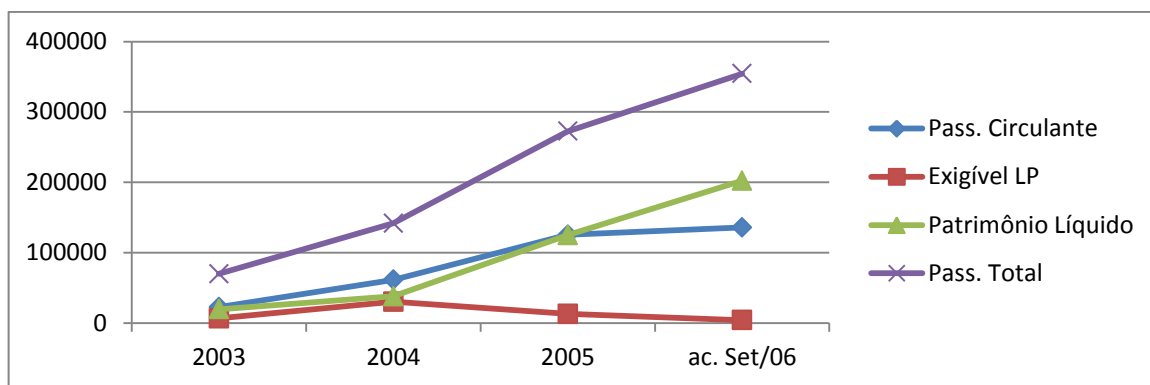


GRÁFICO 8 – COMPOSIÇÃO DO PASSIVO PRÉ-ABERTURA  
FONTE: PROSPECTO (2006)

Os fundamentos da empresa estavam bons, boas perspectivas para o setor, o câmbio tinha tendência à valorização, o que era positivo, pois reduzia os custos de importação e compra de materiais para a empresa. Havia uma série de incentivos fiscais com continuidade certa reduzindo os custos e podendo passar isso para os preços, alavancando vendas. O preço por ação de R\$ 23,50 definido pelas opiniões de investidores institucionais parece ter sido muito alto, dado o Valor Patrimonial por ação (VPA, número de ações dividido pelo patrimônio líquido, considerando o ano de 2006 e as novas ações emitidas) de R\$: 3,63. Apesar de não haver relação estrita entre valor da empresa e patrimônio líquido devido ao fato do valor da empresa depender de perspectivas e fatos futuros e o patrimônio líquido vir de decisões passadas, em condições normais, não é para haver uma diferença tão grande quanto esta.

#### 4.5 EMPRESA E SETOR APÓS A ABERTURA

Considerando a abertura da empresa no dia oito de dezembro de 2006, será analisado o mercado e a empresa dos anos 2007 a 2013.

Primeiramente, será checado se houve *underpricing* na emissão, considerando o preço de venda inicial de R\$ 23,50 no dia de abertura oito de dezembro, vemos o primeiro dia de vendas no mercado secundário foi onze de dezembro, o preço médio nesse dia foi de R\$ 23,63, ou seja, houve um pequeno

aumento, mas não significativo, logo concluímos que não houve *underpricing* nas ações da Positivo Informática, os dados foram obtidos no site da Positivo Informática, na parte de Relação com Investidores.

Macroeconomicamente, houve a crise do Subprime em 2007, que resultou em recessão após 2008 e estagnação até os dias atuais, como efeito adverso houve desvalorização cambial e como efeito benéfico um ciclo mundial de baixas taxas de juros, que provocou uma maior demanda por títulos de renda variável.

Setorialmente, podemos ver algumas mudanças, um fato que se destaca é que ao contrário do que a Positivo Informática esperava, a venda de computadores portáteis (notebooks) cresceu muito e ultrapassou a de desktops em 2010, se mantendo superior desde então. A empresa se posicionou focando desktops e isso se revelou uma estratégia errada. As vendas estão em milhares de unidades abaixo, e o último período corresponde ao primeiro semestre de 2013, por isso a queda (por não ser ano cheio), no gráfico 9.

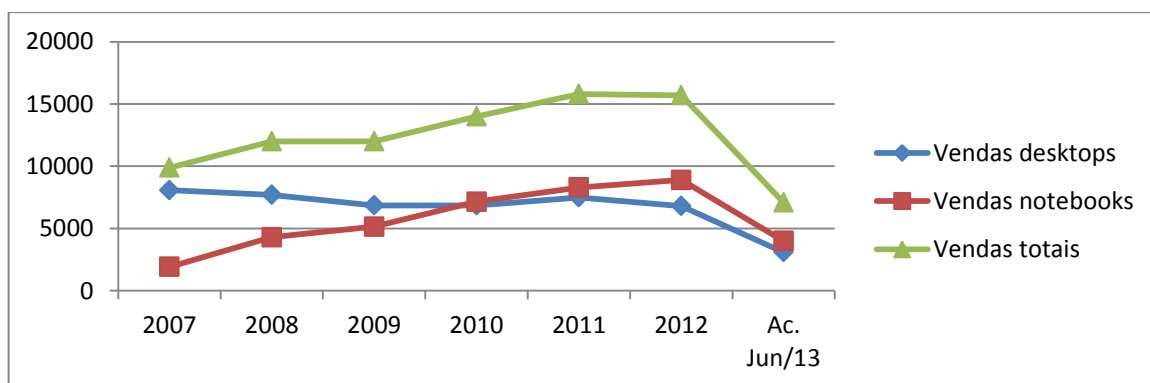


GRÁFICO 9 – VENDAS DO SETOR NO PERÍODO APÓS A ABERTURA  
FONTE: ABINEE/IT DATA (2013).

Ao analisar o market-share da empresa, no gráfico 10 abaixo, vemos que os valores oscilam entre dez e vinte por cento, os dados são trimestrais, vemos uma perda de participação na venda de desktops, que vão tendo sua participação nas vendas caindo no mercado ao longo do tempo, sendo substituídos pelos notebooks, nesse a empresa tem uma queda de participação em 2010, ano em que as vendas de notebooks ultrapassaram as de desktops, mas já 2012 há melhora e tendência de crescimento, o market-share total permanece relativamente estável, a empresa manteve a liderança no setor por todo o período.

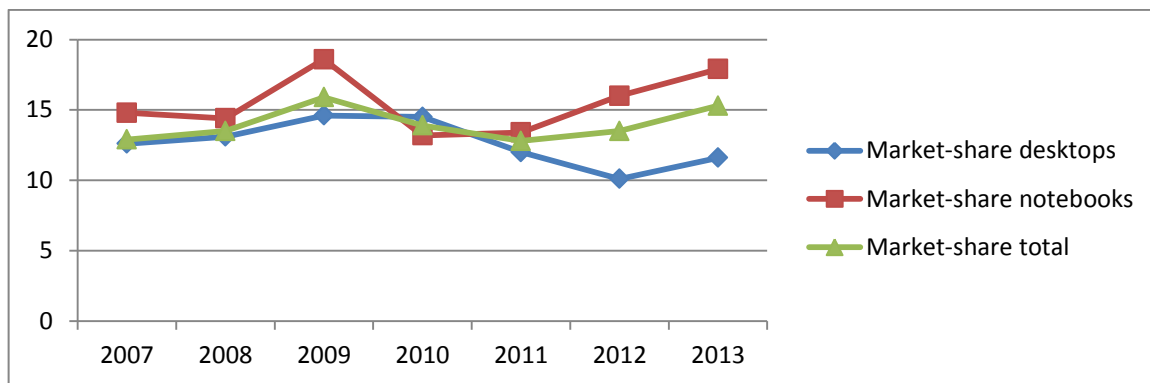


GRÁFICO 10 – MARKET-SHARES DA POSITIVO INFORMÁTICA  
FONTE: RI POSITIVO INFORMÁTICA (2013).

Nos gráficos 11 e 12 abaixo, podemos ver que o preço médio, tanto dos desktops quanto dos notebooks, caiu acentuadamente entre 2004 e 2007 e se mantém em um patamar baixo desde então. Isso se deveu a maior concorrência no setor pela entrada de novas empresas como a chinesa Lenovo, comprometendo rentabilidade.



GRÁFICO 11 – PREÇO MÉDIO DESKTOPS NO BRASIL  
FONTE: IDC (2014).



GRÁFICO 12 – PREÇO MÉDIO NOTEBOOKS NO BRASIL  
FONTE: IDC (2014).

No nível de empresa, vemos no gráfico 13 abaixo uma elevação na receita líquida, o lucro bruto, representado pela receita líquida menos custos de produção é estável no período, a piora nos indicadores se dá pelo resultado líquido, que é o lucro bruto menos despesas e impostos diretos, há forte queda nessa variável, que se aproxima perigosamente da zona de resultados negativos, os dados estão em milhares de reais.

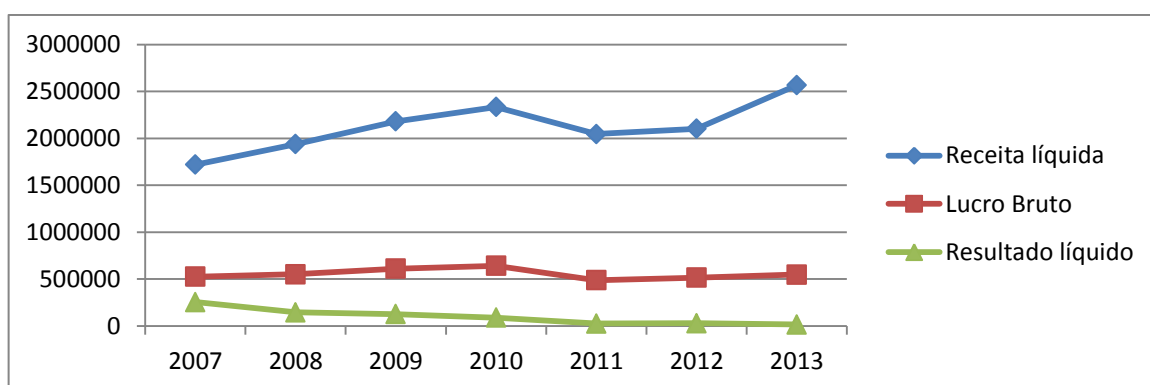


GRÁFICO 13 – INDICADORES DE RESULTADO APÓS A ABERTURA  
 FONTE: RI POSITIVO INFORMÁTICA (2013).

A seguir, podemos ver a margem bruta, que consiste na receita líquida de vendas menos os custos de produção, que é como se fosse uma taxa de lucro bruta, podemos ver uma queda nesse indicador, o outro indicador é a margem líquida, sendo esta a margem bruta menos as despesas, é um indicador da taxa de lucro líquido, no qual podemos ver uma grande queda de 15% para quase zero, isso compromete os dividendos e causa uma desvalorização da empresa, essa queda ocorreu devido a um aumento nas despesas, gráficos 14 e 15.

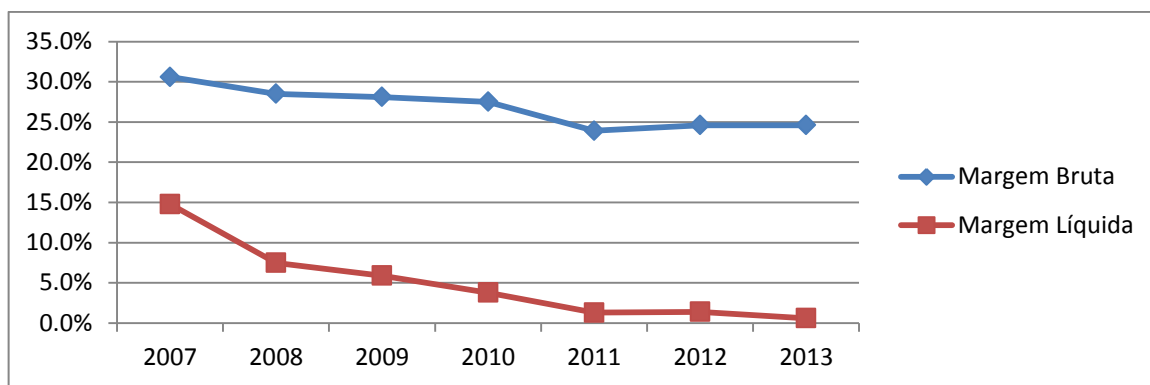


GRÁFICO 14 – MARGENS BRUTA E LÍQUIDA APÓS A ABERTURA  
FONTE: RI POSITIVO INFORMÁTICA (2013).

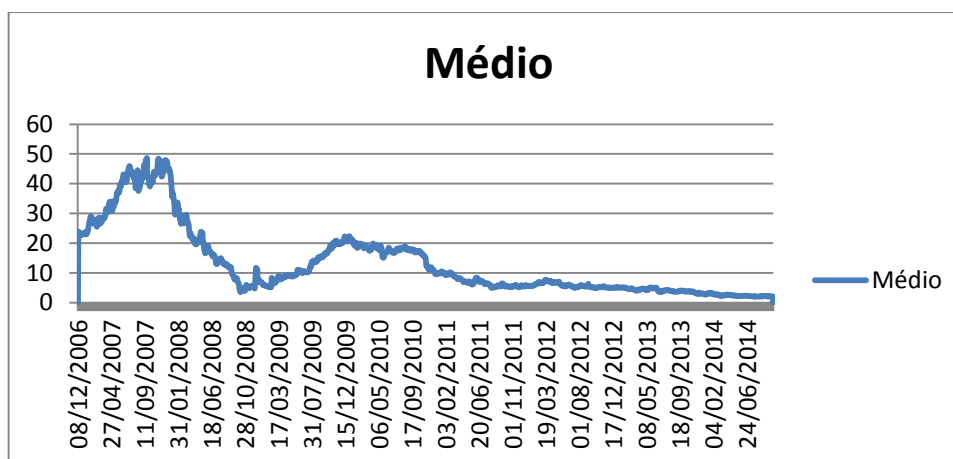


GRÁFICO 15 – PREÇO MÉDIO DIÁRIO DAS AÇÕES  
FONTE: RI POSITIVO INFORMÁTICA (2014)

Acima está uma série temporal com a cotação média diária do período de abertura até agosto de 2014, podemos ver que as ações têm uma valorização inicial, chegando a quase cinquenta reais no fim de 2007, após esse período vemos uma queda acentuada nas cotações, provavelmente uma deterioração nas expectativas quanto à empresa junto com a queda geral no mercado provocada pelo estouro da Crise dos Subprime nos EUA no fim de 2007, há alguma melhora em 2009, com piora acentuada em 2010 devido ao baixo desempenho da empresa, com margens cada vez menores devido à maior concorrência, que se estende até hoje, gráfico 16 abaixo.

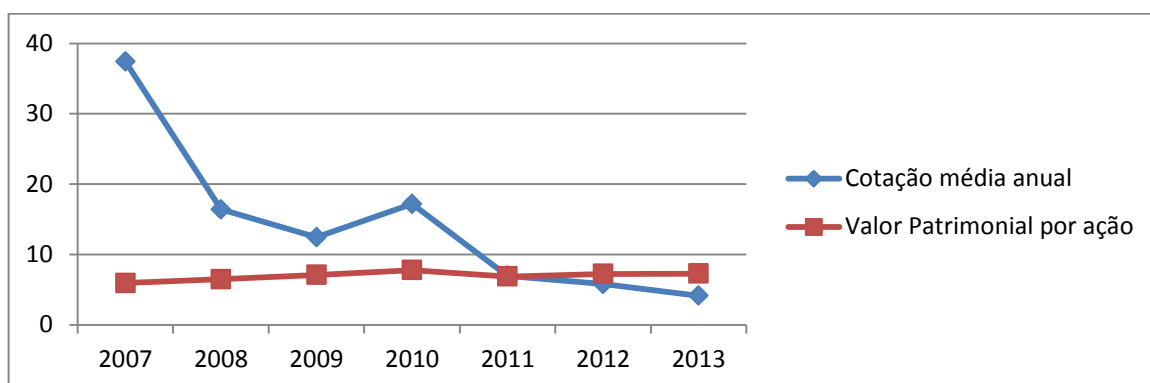


GRÁFICO 16 – INDICADORES DAS AÇÕES DA EMPRESA  
 FONTE: RI POSITIVO INFORMÁTICA (2013).

Outras informações relevantes podem ser inferidas do gráfico acima, há uma queda na cotação média anual (média dos preços médios diários), enquanto o VPA fica estável, isso pode indicar que o preço no começo foi exageradamente otimista, e caiu continuamente até ficar abaixo do VPA como está hoje. Contudo, essa análise precisa ser cautelosa, já que o VPA não reflete exatamente o valor da empresa.

Ao analisar o processo percebemos que a empresa em questão não teve bom desempenho e que suas ações foram desvalorizadas fortemente, contudo isso não se deve à abertura de capital, ela apenas evidenciou o que ocorreu com a empresa. Os fatores dessa queda foram as mudanças no mercado, as quais a empresa não conseguiu acompanhar, como a constante inovação e a queda nos preços dos computadores devido à concorrência chinesa, o que pressionou os custos e despesas da Positivo Informática, diminuindo sua lucratividade. A empresa continua líder em market-share, é bastante popular, mas ao custo de uma baixa rentabilidade que reflete em ações baratas.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo, será feita a conclusão do trabalho, analisando se o objetivo e o problema de pesquisa foram atingidos.

Analizou-se a abertura de capital no Brasil, sempre tendo em vista as outras opções de financiamento e os custos e benefício de se escolher por ela. A pesquisa constatou que o processo de abertura de capital é bastante trabalhoso e pode levar anos para ser completado, que exige um enquadramento legal e de governança rígido e pode ser custoso, ao mesmo tempo, podemos constatar que ele causa uma transformação no modo de se conduzir a empresa, melhorando sua imagem e profissionalização, se apresentando como uma alternativa de financiamento útil para empresas com comprometimento.

Ao analisar o caso específico da Positivo Informática, vemos que a empresa foi superavaliada pelos investidores devido ao seu alto preço inicial, contudo ela não apresentou *underpricing*. A queda no valor de suas ações se deveu a mudanças no mercado de computação principalmente, como o aumento da concorrência chinesa e a queda nos preços que pressionou as margens, diminuindo muito a lucratividade da empresa e a falta de visão estratégica para se lidar com isso, já que a empresa manteve-se líder no mercado, mas ao custo de perda de rentabilidade, além disso, suas ações são negociadas em pequeno volume, não tendo grande liquidez, o que pode afastar investidores.

Quanto à pesquisa, é preciso ter cautela ao usar diretamente referencial para o mesmo problema de pesquisa em outras situações, já que é uma análise de caso, seus resultados não devem ser generalizados diretamente para outras empresas de capital aberto. Segundo, a empresa não tem controle sobre muitas variáveis que afetam seu desempenho, como câmbio, inflação, movimento do mercado de capitais e principalmente as inovações e estratégias de seus concorrentes, lembrando que se trata de um mercado muito dinâmico e inovativo.

Como sugestões para pesquisas adicionais ficam: avaliar a questão cultural da abertura de capital, como os empresários e pessoas ligadas às empresas percebem essa opção, seus custos e benefícios, podendo ela constatar alguns tabus, como o de que a empresa pode falir se o mercado de capitais tiver grande queda ou como as pessoas analisam os custos e benefícios em termos de perda de controle e profissionalização; outra pesquisa poderia ser feita sobre o

comportamento das ações em mercados dinâmicos e inovativos como o de computação, sujeitos à maior incerteza e mudanças; pode-se também analisar os custos e benefícios de diferentes graus de governança corporativa ao longo do tempo, etc.

O trabalho conseguiu atingir seu objetivo ao analisar o processo de abertura e os determinantes dos preços das ações, aplicando esses referenciais ao estudo de caso. A abertura de capital é uma alternativa sofisticada para a questão do financiamento de longo prazo, sendo a falta do mesmo um dos maiores obstáculos ao desenvolvimento econômico, ao dificultar a execução de projetos de longa maturação, como os de infraestrutura, essenciais para o funcionamento da economia.

## REFERÊNCIAS

CASAGRANDE, H.C. **Abertura de capital de empresas no Brasil**. 2ª. Ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 1989.

CAVALCANTE, F. MISUMI, J.Y. RUDGE, L.F. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 7ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2009.

CUCOLO, E. Governo aumenta dívida pública para financiar empresas. **Folha**, Brasília, 19 outubro 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/10/1534672-governo-aumenta-divida-publica-para-financiar-empresas.shtml>>. Acesso em: 20/10/2014.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15ª Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2002.

FUNDAMENTOS e planilhas. Disponível em: <[http://ri.positivoinformatica.com.br/positivo/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=3723](http://ri.positivoinformatica.com.br/positivo/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=3723)>. Acesso em: 17/09/2014.

GOVERNANÇA corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em: 14/09/2014.

HISTÓRIA do mercado de capitais. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 28/09/2014.

HISTÓRICO de cotações. Disponível em: <[http://ri.positivoinformatica.com.br/positivo/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=35622](http://ri.positivoinformatica.com.br/positivo/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=35622)>. Acesso em: 18/09/2014.

MISHKIN, F.S. **Moeda, bancos e mercados financeiros**. 5ª Ed. São Paulo: Livros Técnicos e Científicos Editora, 2000.

NETO, A.A. **Mercado financeiro**. 5ª Ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2003.

NOSSA história. Disponível em: <<http://www.positivo.com.br/pt/historia>>. Acesso em: 25/09/2014.

O que são segmentos de listagem. Disponível em: <http://<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 30/08/2014.

PINHEIRO, J.L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 5ª Ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2009.

PROSPECTO definitivo Positivo Informática. Disponível em: [https://www.btgpactual.com/home/docs/Arquivo/Prospecto Preliminar Positivo.pdf](https://www.btgpactual.com/home/docs/Arquivo/Prospecto_Preliminar_Positivo.pdf)>. Acesso em: 15/08/2014.

THE cost of capital: na international comparison. Disponível em: <http://<http://www.oxera.com/getmedia/569fee00-c2c1-4594-a8c9-da886b5f67a0/The-cost-of-capital%E2%80%94an-international-comparison.pdf.aspx?ext=.pdf>>. Acesso em: 19/08/2014.

TI: produção de PCs no Brasil e no mundo. Disponível em: <http://<http://www.teleco.com.br/ti.asp>>. Acesso em: 26/06/2014.